

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Carta del gestor

Una de las características de esta crisis que se ha puesto claramente de relieve en los últimos días es la velocidad a la que van las cosas. En pocas semanas hemos pasado de las malas sensaciones por el miedo a la segunda ola y sus consecuencias, a que el, por otra parte, más que esperable anuncio de los avances en una de las vacunas haya dado por completo la vuelta a la percepción de riesgo, en tanto que pone fecha de caducidad a la epidemia. Como venimos repitiendo en estas cartas, el mercado en los últimos meses se ha movido exclusivamente al ritmo que marcan los titulares COVID y sin prestar mayor atención a los fundamentales que, en nuestro caso, son la valoración de las compañías españolas.

La fuerte subida de las bolsas -en concreto, todo aquello de sesgo más cíclico y que peor lo había hecho- que provocó el mero anuncio de la compañía farmacéutica confirma cómo el mercado estaba solo de un lado. Nunca habíamos visto una polarización como la que se ha producido en los últimos años en el comportamiento en bolsa de aquellas compañías percibidas de más calidad o *growth* y las más cíclicas o *value*. El escenario de bajos tipos de interés, unido al cada vez mayor peso de la gestión pasiva y modelos cuantitativos han exacerbado el movimiento. La confirmación de que hay, por lo menos, una vacuna a las puertas ha sido la señal de alarma que ha sacudido el mercado poniéndolo sobre aviso de que se pueden quedar sin coartada para seguir estirando el chicle.

Con respecto a lo que supone la vacuna en el devenir de la pandemia, no hay duda de que es lo que los anglosajones llaman un *game changer*. Con independencia de que dependiendo del número de vacunas que se aprueben en las próximas semanas y las lógicas limitaciones de fabricación y logísticas, la(s) vacuna(s) ponen punto y final a esta pesadilla. No es posible saber si la vuelta a nuestra vida normal va a ser en Semana Santa del año que viene o en verano, pero de lo que no hay duda es que va a ser. Con los anuncios de los últimos días es exclusivamente un tema de cuándo.

Aunque quede eclipsado por la noticia de la vacuna, importa destacar que la experiencia acumulada en la primera ola ha permitido que la segunda se esté atajando sin necesidad de adoptar medidas que tengan tanto impacto económico. De hecho, España y, en concreto Madrid, son el ejemplo a seguir en lo que a medidas a adoptar para controlar la epidemia manteniendo el difícil equilibrio sanitario y económico se refiere. Y es que, no solo se puede sino, que se debe convivir con el virus. En todo caso, la merma económica en el cuarto trimestre del año no va a ser, ni por asomo, comparable a la de los meses de primavera.

Así las cosas, lo que pueda terminar cayendo la economía este año no tiene mucha importancia. La clave es cuánto vamos a tardar en volver a la casilla de salida. Y noticias como la de la vacuna



cambian por completo la película. De igual forma que la economía española ha sido la que más impactada se ha visto por la epidemia, será también la que más recupere una vez volvamos a la rutina. En 2021 van a coincidir la reapertura económica con un aluvión sin precedentes de dinero de la mano de las políticas monetarias y fiscales ultra expansivas, lo que sin duda recortará los plazos estimados de la recuperación. Una buena muestra de la capacidad de recuperación de la economía fue el crecimiento registrado en el tercer trimestre, que fue muy superior al esperado, y constituye el mejor aviso a navegantes. Con independencia de que se recupere lo perdido en cuatro o en ocho trimestres, los plazos de esta crisis no son comparables y, por lo tanto, cualquier amago de comparación no procede. Aunque pueda sonar a provocación, desde el punto de vista macro, el año que viene tiene cada vez más pinta de ser un año de fuerte recuperación y, esta será la mayor sorpresa, con la inflación levantando cabeza tras varios años en las que ni estaba ni se la esperaba.

La victoria de Joe Biden en las elecciones de Estados Unidos ha sido bien recibida por el mercado. Aunque el resultado fuera a priori el que menos convencía -victoria demócrata sin control del Senado-, ha pesado más volver a la moderación y romper con el populismo que encarnaba a la perfección Donald Trump. Europa se beneficia de que el primer ministro Boris Johnson se haya quedado desamparado. Así, hoy es más probable que alcance un acuerdo comercial con la Unión Europea, poniendo fin al culebrón del Brexit que dura ya demasiado tiempo. Es solo un primer paso, pero el tiempo dirá si la elección del viejo político demócrata es el punto de inflexión a la vorágine que ha caracterizado la política de vencedores y vencidos de los últimos años.

Cartera actual

En las últimas semanas hemos incorporado a la cartera a Repsol. La valoración es extrema. Los beneficios han tocado fondo en el segundo trimestre de 2020, y los últimos datos apuntan a una recuperación de los beneficios. Cotiza a 0,4x P/BV, 12% DACF *yield* y 17% de rentabilidad por dividendo en 2021. Los múltiplos actuales no distan mucho de los múltiplos cuando expropiaron Argentina, pese a que Repsol es hoy una mejor compañía, que lanzará su nuevo plan estratégico en noviembre. Suena un gran anuncio en forma de recorte de dividendos a cambio de una nueva recompra de acciones que podría ascender hasta el 5-10% del capital, lo que sería una excelente noticia para la acción.

El posicionamiento sigue con el mismo sesgo de los últimos tiempos. A pesar del fuerte rebote de los últimos días, las valoraciones continúan siendo extremas.

Hemos llegado a un punto en que, de forma muy intuitiva, se puede concluir que en el caso de gran parte de la bolsa española las valoraciones no tienen sentido más allá de los motivos técnicos antes explicados.

Por ejemplo, cuando hoy uno compra Bankinter, está comprando Bankinter y Línea Directa (LDA). Por lo tanto, el *market cap* de 3.000 millones de euros refleja los dos activos. Bankinter va a hacer un *spin-off* de LDA en el primer semestre 2021. En esa operación, LDA se valorará a 1.400 millones de euros. Esto es un P/E de 13 veces, cuando los comparables de LDA, menos rentables, cotizan a 15 veces. Pero es que, además, eso significa que el precio de mercado implica que el banco ex LDA vale 1.900 millones de euros, lo que es un valor en libros de 0,3 veces. Para justificar esta valoración habría que asumir que el banco ex LDA nunca será capaz de hacer más de 4-5% de ROTE vs 11% en 2019. Cuando uno mira la evolución histórica de LDA y el banco ex LDA, el pasado muestra que son las mejores compañías entre comparables por rentabilidad (ROE >30% para LDA y 9-11% para el banco).

O si valoramos BBVA México, que no cotiza, a los múltiplos de Banorte, el principal banco local mexicano cotizado, entonces el valor que da equivale casi al *market cap* del grupo, lo que quiere decir que el mercado no asume valor para el resto de las filiales del grupo (España, Estados Unidos y Turquía), que lógicamente algo valen.

En el caso del precio de la acción de Caixabank, antes del anuncio de la fusión con Bankia (3 de septiembre) era de 1,82 euros. Ha llegado a cotizar incluso por debajo, aunque hoy cotice algo por encima. Es decir, el mercado no valora el acuerdo. En el *deal* se anunciaron sinergias de más de 1.000 millones de euros. Da igual lo que uno se crea de esas sinergias y el múltiplo que se le asigne, al mercado le da exactamente igual.

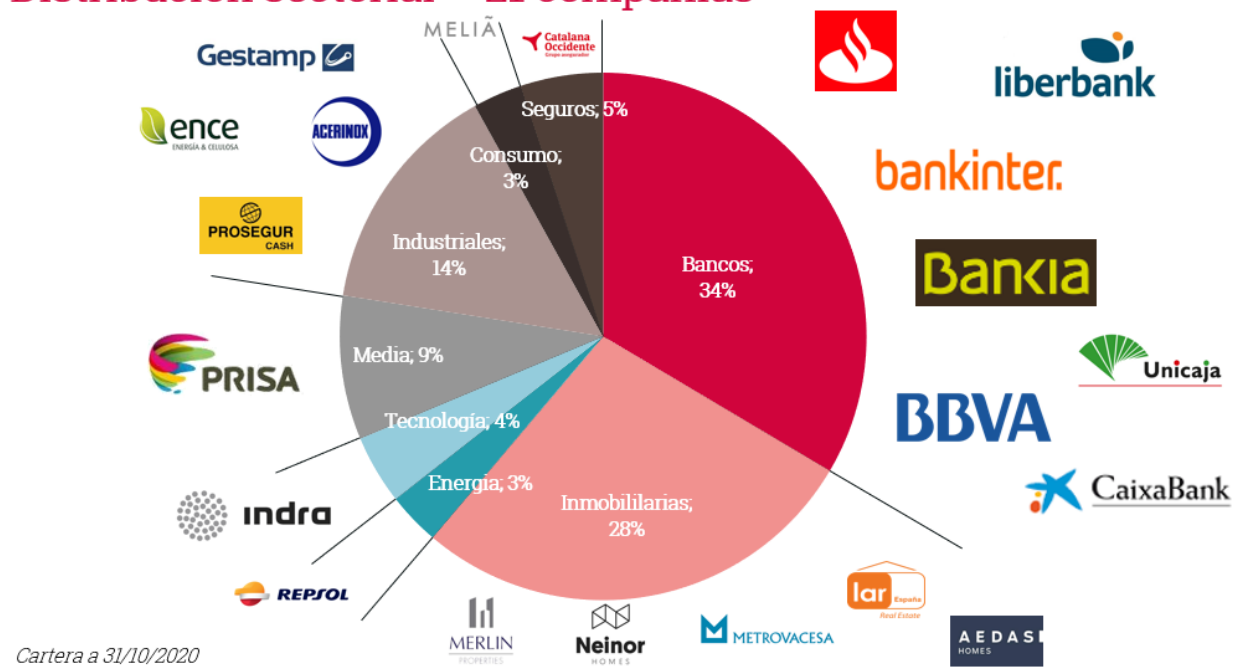
En el caso, por ejemplo, de la promotora inmobiliaria Metrovacesa, hoy su posición de caja es de 301 millones de euros, equivalente al 36% del valor bursátil. Tan solo mirando los proyectos activos (8k unidades), su GAV de 845 millones de euros es ya superior al *market cap*. Es decir, todo el resto de activos de la promotora vienen gratis. Y este "resto" no es poca cosa. Una cartera de suelo para 28.000 unidades de vivienda (restando las 8.000 activas de las 36.000 totales). Esto incluye suelos como Palmas Altas en Sevilla, Seda-Papelera o Tres Chimeneas en Barcelona, Benimaclet o Vinival en Valencia, o Arpo-Pozuelo o Los Cerros en Madrid, etc.; más una cartera de suelo de uso terciario con GAV de 580 millones de euros, entre las que destacan los suelos de Clesa, Las Tablas y Valdebebas en Madrid, o La City y 22@ en Barcelona.

En el caso de la socimi Merlin, la valoración es extrema: 50% descuento sobre último NAV; 9% FFO. Guía de 250 millones flujo de caja 2020 incluyendo los 60 millones de incentivos en centros comerciales. Mínimo de ciclo. Guía para el año que viene en el entorno de 280. "Release spread" en oficinas positivo en lo que llevamos de año (+2,5%), lo que es síntoma de lo limitado del impacto. Bajas renovaciones anuales (+/- 8% de la cartera). Bajo coste del alquiler por empleado. Lejos de pico de ciclo. Y regulación de su lado. Mejoran las tendencias en centros comerciales con algunos centros ya por encima del año pasado. Los incentivos para el año que viene no van a llegar a los

50-60 millones de este año. Buenas tendencias en los demás (Logística y sucursales BBVA) que representan 1/3 de los ingresos. Ángulo corporativo claro: *yield* implícita de su cartera en torno al 4%, frente al 9% de flujo de caja generado.

Por lo tanto, desde estas valoraciones y como demuestra el comportamiento de algunas de las acciones los últimos días, el potencial de revalorización es enorme porque incluso en algunos casos, doblando seguirían estando baratas.

Distribución sectorial – 21 compañías



Visión de mercado

La vacuna constituye el pistoletazo de salida para la normalización de la percepción del riesgo que ha provocado la enorme distorsión en el precio de todos los activos en los últimos años. El brusco movimiento de los últimos días puesto en perspectiva no solo de este año sino de los tres o cuatro últimos, se queda en nada y, probablemente, constituya el punto de inflexión de un movimiento tectónico que tiene mucho más recorrido. A medida que se vaya confirmando el escenario de normalización descrito, continuará la reapreciación de los distintos activos en la línea de los

últimos días, que desde luego está más que soportado por las valoraciones y posicionamientos actuales.

La cartera ha demostrado beneficiarse mucho de la rotación de las últimas semanas. En tanto que este movimiento no ha hecho nada más que empezar, el recorrido es mucho.

Agradezco su confianza y quedo como siempre a su disposición para lo que puedan necesitar.

José Ramón Iturriaga

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Twitter: @JRIturriaga](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. La carta Informativa ha sido elaborada 13/11/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.